

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

DARIANE DA SILVA RIBEIRO

A CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL A PARTIR DA
ADOÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

CURITIBA

2018

DARIANE DA SILVA RIBEIRO

A credibilidade da política monetária no Brasil a partir da adoção do regime de metas de inflação

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof.Dr. Marcelo Curado

CURITIBA

2018

TERMO DE APROVAÇÃO

DARIANE DA SILVA RIBEIRO

A CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL A PARTIR DA ADOÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado
Departamento de Economia, UFPR.

Prof. Dr(a) Virginia Fernández
Departamento de Economia, UFPR.

Prof. José Guilherme
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 05 de Dezembro de 2018.

“O caos é uma ordem por decifrar”
(Saramago)

RESUMO

A inflação é reconhecidamente nociva quando afeta a economia se perpetuando ao longo do tempo por corromper o poder de compra dos agentes, principalmente os mais pobres. É comumente aceito que há um sacrifício social para combatê-la, por meio do conhecido *trade – off* inflação/desemprego. Entretanto, outro fator que é apontado como capaz de exercer um controle na inflação: a credibilidade, por meio de um controle das expectativas dos agentes. A credibilidade da autoridade monetária é associada a capacidade de manter a inflação controlada. Esse trabalho visa analisar a literatura que trata sobre o tema e observar as séries de inflação e expectativas inflacionárias do Brasil para verificar o grau de credibilidade da política monetária

Palavras-chave: Inflação no Brasil. Regime de Metas de Inflação. Credibilidade. Expectativas.

ABSTRACT

Inflation is admittedly harmful when it affects the economy by perpetuating itself over time by corrupting the buying power of agents, especially the poorest. It is commonly accepted that there is a social sacrifice to combat it, through the well-known trade-off inflation / unemployment. However, another factor that is pointed out as capable of exerting control over inflation: credibility, through a control of the agents' expectations. The credibility of the monetary authority is associated with the ability to keep inflation under control. This paper aims to analyze the literature that deals with the subject and to observe the series of inflation and inflationary expectations of Brazil to verify the degree of credibility of the monetary policy

Keywords: inflation in Brazil. Inflation Target Regime. Credibility. Expectations.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|----|
| FIGURA 1 – MUDANÇAS PERCENTUAIS NA OFERTA DE MOEDA E PIB NOMINAL NO BRASIL ENTRE 1996 – 2002..... | 19 |
| FIGURA 2– ESQUEMA DE METAS DE INFLAÇÃO | 26 |
| FIGURA 3 - COMPARAÇÃO ÍNDICES DE CREDIBILIDADE | 28 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| GRAFICO1 - COMPARAÇÃO EXPECTATIVAS x INFLAÇÃO EM JANEIRO..... | 33 |
| GRAFICO 2 - RANKING DAS MAIORES TAXAS REAIS DE JUROS NO MUNDO . | 36 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| TABELA 1 – COMPARATIVO INFLAÇÃO x EXPECTATIVAS x JUROS..... | 32 |
| TABELA 2 - RANKING DE CREDIBILIDADE POR ANO..... | 34 |
| TABELA 3 - RANKING DE CREDIBILIDADE E INFLAÇÃO | 35 |
| TABELA 4 - CORRELAÇÃO EXPECTATIVAS x INFLAÇÃO EFETIVA..... | 37 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN – Banco Central

CMN – Conselho Monetário Nacional

SUMÁRIO

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO..... | 12 |
| 2 | EVOLUÇÃO TEORICA: INFLAÇÃO E REGIMES MONETÁRIOS | 14 |
| 2.1 | EXPECTATIVAS RACIONAIS E REGIMES MONETÁRIOS | 17 |
| 2.1.1 | METAS PARA A TAXA DE CAMBIO (CURRENCY BOARD)..... | 17 |
| 2.1.2 | METAS MONETÁRIAS | 18 |
| 2.1.3 | METAS DE INFLAÇÃO..... | 20 |
| 3 | O DEBATE SOBRE CREDIBILIDADE E REPUTAÇÃO | 25 |
| 4 | ANALISE DAS EXPECTATIVAS INFLACIONÁRIAS NO BRASIL E INTERPRETAÇÃO TEÓRICA DA CREDIBILIDADE DA AUTORIDADE MONETÁRIA..... | 34 |
| 5 | CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 41 |
| | REFERÊNCIAS | 42 |

1 INTRODUÇÃO

A questão da credibilidade associada à política monetária é tema estudado e debatido dentro e fora do ambiente acadêmico, mesmo que de modo “informal”. Isso se deve a relevância da credibilidade para a formação de expectativas dos agentes e, portanto, condiciona, em algum grau, a própria eficácia da política monetária.. Espera-se que quanto maior for a confiança dos agentes em relação aos *policymakers*, maior o controle expectacional e maior a chance de uma política atingir o objetivo desejado. (MENDONÇA, 2006).

Conforme Mendonça (2006) a condução da política monetária se transformou durante os anos 1990 devido ao debate sobre regras x discricionariedade de que a inflação persistente pode ser atribuída ao não cumprimento de acordos firmados com a sociedade para a condução da política monetária.

A discussão acerca da credibilidade da política monetária está intimamente ligada à estrutura em que é contextualizada. De acordo com Braga e Pereira (2014) em um modelo de metas de inflação pressupõe-se que o órgão responsável terá como objetivo primordial a busca pela estabilidade de preços deverá agir para alcançar esse objetivo, portanto a base do regime de metas de inflação é que os agentes aceitam o comprometimento e eficácia da autoridade na busca pelo nível de preços estabelecidos.

Neste regime, quanto maior a transparência na condução das políticas monetárias e mais efetiva a comunicação com os agentes econômicos, maior tende a ser a credibilidade .Grosso modo, em uma economia que adota esse regime, os agentes devem ser capazes de “prever” as atitudes do Banco Central com base nas informações disponíveis.

No Brasil o regime monetário de metas de inflação foi adotado em 1999. O objetivo dessa monografia é estudar a literatura que trata sobre a credibilidade do regime de metas e entender como se dá o ganho ou a perda de credibilidade da política monetária no Brasil, desde sua implantação até os dias atuais. Para tanto, além da discussão teórica, serão analisadas as series históricas das metas de inflação, expectativas de mercado em relação a inflação bem como movimentos na taxa de juros.

Em outras palavras, o objetivo dessa monografia é estudar a literatura que trata sobre a credibilidade/reputação com base em uma contextualização teórica que respalda o uso de políticas monetárias baseadas em regras e observar se, com base nos pressupostos encontrados na literatura, a política monetária do Brasil vem ganhando credibilidade desde a adoção do regime de metas para inflação.

A monografia é estruturada da seguinte maneira: o primeiro capítulo é dedicado à uma breve contextualização do desenvolvimento do pensamento macro sobre as diferentes abordagens em relação ao papel/importância da moeda para o sistema econômico, bem como da política monetária e os possíveis regimes monetários. O objetivo da seção é ajudar no entendimento de como se deu o desenvolvimento do modelo de metas para inflação.

A segunda parte busca visitar a literatura sobre credibilidade em âmbito internacional e nacional e através da observação das séries históricas de inflação, metas e expectativas no Brasil verificar se de acordo com o arcabouço teórico houve credibilidade na política monetária do país desde que foi adotado o regime de metas de inflação.

2. EVOLUÇÃO TEORICA: INFLAÇÃO E REGIMES MONETÁRIOS

Essa sessão busca uma breve contextualização do debate econômico que levou a aceitação de que os agentes formam expectativas racionais, ponto fundamental para a construção de um debate sobre credibilidade.

De acordo com Blanchard (2001) a inflação é um fenômeno monetário de elevação continuada do nível geral de preços. A inflação gera um cenário de instabilidade e mal-estar social pois causa desequilíbrios na economia por aumentar o custo da moeda e corroer o poder de compra dos agentes, principalmente da camada populacional mais pobre, que não possui mecanismos para se proteger e tem uma maior parcela de sua renda direcionada a consumo de bens básicos.

Um processo inflacionário que se perpetua é nocivo para a economia; assim, a discussão sobre o papel da autoridade monetária na busca e manutenção da estabilidade de preços é relevante. Na evolução do pensamento macroeconômico encontramos diversas abordagens sobre quais os papéis e implicações da moeda no sistema. Nessa seção é feito um breve apanhado sobre o tratamento que algumas escolas dão para a moeda e conseqüentemente para o papel da política monetária, buscando dessa forma uma contextualização para o desenvolvimento do regime de metas para inflação.

Para a escola clássica, grosso modo, a moeda não tinha um papel tão relevante como viria a ganhar em escolas posteriores. Na abordagem clássica o papel principal da moeda era funcionar como meio de troca, isso se dá devido a suposição de que a moeda não tinha nenhum valor intrínseco. Foyen (2013, p.52). Nesse arcabouço teórico o lado da oferta é o mais relevante e não há a necessidade de intervenção do governo na economia já que esta teria uma tendência de auto ajuste. A moeda, por sua vez, seria responsável pela determinação da demanda agregada e níveis de preços. Entretanto os clássicos, baseados na conhecida Lei de Say, acreditavam que toda oferta criaria sua própria demanda, com isso o lado da demanda passa a ser “secundário” para a geração de produto e emprego.

O desenvolvimento do modelo clássico leva a uma curva de oferta vertical, reflexo das pressuposições aceitas pelo modelo de que preços e salários são

plenamente flexíveis e que os agentes têm acesso a informação completa. Dessa maneira, para haver um aumento do produto é necessário que haja uma variação nas variáveis reais da economia. Aumentos na oferta monetária teriam efeito sobre a demanda, mas não afetariam o nível de produto, ocasionando apenas aumento de preços.

Com a evolução do pensamento econômico em Keynes, o lado da demanda passa a ganhar maior importância, o autor discute que após a crise de 29 o motivo da economia se encontrar em um nível tão crítico era o fato de a demanda agregada estar muito baixa e que diferentemente do que era proposto na teoria clássica, a economia precisava de incentivos através de políticas anticíclicas, como por exemplo políticas fiscais com viés expansionista, como forma de incentivar a demanda agregada e aquecer novamente a economia.

Embora na teoria Keynesiana o papel mais relevante tenha sido atribuído à política fiscal, Keynes ressalta a importância da moeda ao indicar a relação que esta tinha com a taxa de juros. Uma elevação desta taxa poderia ser contraproducente para o nível de atividade já que tenderia a causar uma redução de investimentos. Nesse cenário a moeda além de funcionar como meio de troca passa a ter papel de reserva de valor e ser desejada em si por motivos especulativos. É importante ressaltar, no entanto, que Keynes não tem como objetivo central de sua obra o estudo da inflação, mas sim a determinação do emprego e renda da sociedade.

A teoria monetarista surge então como “uma tentativa de reafirmar a importância econômica da moeda e, portanto, da política monetária” (Froyen, 2013, p.22). Uma proposição monetarista é que as variáveis reais (produto e emprego) são determinadas por variáveis reais no longo prazo e que a moeda teria maior impacto sobre variáveis nominais. Porém, os monetaristas consideram que no curto prazo a oferta de moeda tem influência em variáveis reais sendo o principal fator causador de movimentos cíclicos no produto e emprego. Dada a importância que os monetaristas delegam à política monetária, torna-se relevante para esses teóricos que haja uma regra a ser seguida. Acreditam que a política monetária era muito importante para ser decidida de forma discricionária, deveria haver uma regra de crescimento monetário.

A steady rate of monetary growth at a moderate level can provide a framework under which a country can have little inflation and much growth. It will not produce perfect stability; it will not

produce heaven on earth; but it can make an important contribution to a stable economic society. (FRIEDMAN, 1970, p.14)

Nesse aspecto diferem dos keynesianos que são adeptos da condução de política monetária discricionária, na qual o policymaker tem alguma autonomia para decidir os rumos da oferta de moeda e das taxas de juros.

A próxima escola que surge para confrontar as ideias “estabelecidas” é a novo-clássica. A principal crítica da escola novo – clássica é referente a formação das expectativas dos agentes. Lucas e Sargent (1981), criticam a diferenciação que as teorias anteriores faziam entre curto prazo e longo prazo, podendo a política monetária ter impacto real na economia no curto prazo. Para eles, a política monetária só teria impacto no lado real da economia se não tivesse sido prevista pelos agentes.

Os autores novo clássicos como Lucas e Sargent (1981) elaboram suas críticas baseados na teoria da formação das expectativas adaptativas que aceitava a diferença entre os efeitos das políticas monetárias no curto e longo prazo. Os economistas novo clássicos entendem que a formação de expectativas adaptativas levaria os agentes a erros sistemáticos, esses economistas entendem que os agentes são racionais e formam suas expectativas com base em toda informação relevante sobre a variável analisada, isso consiste em dizer que utilizam o histórico passado da variável, bem como a conjuntura atual e possíveis variações provenientes de variáveis exógenas.

Devido ao desenvolvimento do pensamento novo – clássico, as conclusões a que esses teóricos chegaram é não intervencionista. De acordo com Froyen (2013), os agentes não acertariam suas previsões quando ocorresse algum choque que não pode ser previsto com base nas informações disponíveis, mas a partir do momento que esse choque passa a ser previsto pelos indivíduos eles “alteram” suas análises já levando em consideração esse novo fator.

O pensamento novo – clássico é relevante para o desenvolvimento do debate sobre credibilidade porque defende a utilização de regras para a condução da política monetária já que dessa maneira poderiam ser evitadas políticas antecipadas e erros de previsão dos agentes. Se os agentes econômicos agem com base em expectativas racionais e “acertam” as previsões dos formuladores de políticas, torna-se essencial o debate acerca da credibilidade relacionada a esse formulador de políticas

econômicas, uma vez que essa credibilidade estaria atuando como um balizador das expectativas.

2.1 EXPECTATIVAS RACIONAIS E REGIMES MONETÁRIOS

A introdução das expectativas racionais à análise econômica traz novas nuances para o debate acerca da condução das políticas monetárias. Conforme Mendonça (2002), até início dos anos 70 a política monetária era utilizada com a finalidade de manutenção de altos níveis de emprego. Nos anos 80, quando se passa a perceber uma tendência inflacionária, esse cenário muda e a política monetária passa a ser relacionada com a busca pela estabilidade de preços.

Mendonça (2002) aponta que após o fim do sistema de Bretton Woods², que regia o sistema econômico internacional, os choques do petróleo e consequentemente o aumento de preços desse bem também fizeram com que houvesse mudança na abordagem sobre o controle de preços. Nesse cenário, diversos países passaram a tentar manter sua estabilidade macroeconômica por meio da utilização de metas para agregados monetários como forma de evitar flutuação de preços.

Nesse sentido, conforme Dezordi (2004), o desenvolvimento operacional da política monetária foi fundamental para um aperfeiçoamento teórico do regime de metas para inflação. De acordo com esse autor, as metas para agregados monetários estão intimamente ligadas ao pensamento monetarista que propunha uma regra clara como baliza para a condução da política.

Como salienta Mishikin (1999) a característica dos regimes monetários que se baseiam em regras é a utilização de alguma âncora nominal que representa um compromisso, reduzindo inconsistências que possam ser geradas por uma atuação mais discricionária.

2.1.1 METAS PARA A TAXA DE CAMBIO (CURRENCY BOARD)

² Estabelecia um padrão monetário internacional pela manutenção da paridade cambial que era possível devido ao controle dos fluxos de capitais. (MENDONÇA, 2002).

As metas para a taxa de cambio são uma opção para economias que enfrentam um elevado processo inflacionário por possibilitar que a taxa de cambio funcione como uma ancora nominal, elemento fundamental para a reestruturação do padrão monetário desse país. DEZORDI (2004).

No caso de adoção do regime de metas para a taxa de cambio deve haver um comprometimento por parte da autoridade monetária em manter a paridade entre a moeda doméstica e a moeda forte. A âncora cambial pode ser fixa ou ajustável, na primeira configuração podem ser listados os sistemas cambiais de padrão ouro e *hard pegs* e *currency board*; já em um sistema ajustável é possível encontrar bandas de flutuação, zonas alvo e minidesvalorizações. No Brasil, conforme mostra Dezordi (2004), o regime de metas cambiais foi utilizado com sucesso para controlar a inflação durante o Plano Real. A configuração utilizada no país permitia uma variação dentro de um intervalo preestabelecido pelo BACEN (mini - bandas cambiais).

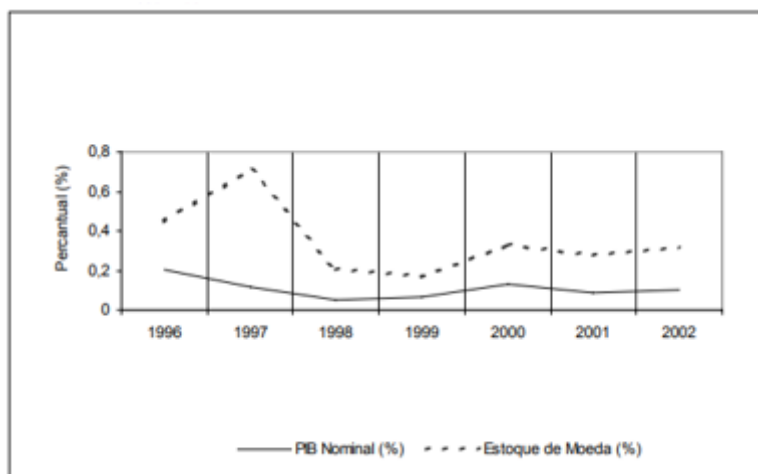
Embora o sistema de metas para taxa de cambio seja eficiente para controlar hiperinflações, uma grande desvantagem desse método é que a economia doméstica fica muito vulnerável às flutuações na economia da moeda forte e a política monetária interna perde seu poder para atuar em respostas à choques domésticos.

2.1.2 METAS MONETÁRIAS

No regime de metas monetárias há uma busca por estabilidade de preços atrelado a um crescimento constante da moeda estabelecido pela autoridade monetária e que corresponde a taxa de inflação “pretendida”. Nesse sistema o BACEN deveria anunciar um intervalo para a taxa de crescimento da moeda. Esse mecanismo se mostra restrito quando se tem uma percepção de que a relação entre moeda e renda não é tão estável quanto esperado. Conforme Froyen (2013) após 1980 pasou a existir grande instabilidade entre o crescimento de moeda e o crescimento do PIB nos Estados Unidos.

Na mesma linha, Dezordi (2004) indica que no caso do Brasil também se pode observar uma instabilidade em relação ao estoque de moeda e a renda. Em 1997, por exemplo, ocorreu uma variação de 0,586% no estoque de moeda (M1) e concomitante uma variação de apenas 0,117% na renda, indicando que o crescimento da oferta monetária não foi acompanhado por proporcional crescimento da renda.

FIGURA 1: MUDANÇAS PERCENTUAIS NA OFERTA DE MOEDA E PIB NOMINAL NO BRASIL ENTRE 1996 - 2002



FONTE: Dezordi (2004).

Outro fator que dificulta o aspecto que deve ser levado em consideração é que as inovações financeiras tendem a dificultar o controle dos agregados monetários por parte da autoridade monetária, pois a autoridade teria poder de controle relativamente grande sobre M1, mas menos poder sobre os agregados mais amplos como M2 e M3.³

Neste contexto, as metas monetárias foram substituídas pelas metas de inflação devido principalmente a percepção de que era inviável a conciliação da manutenção das taxas de inflação pretendidas devido a deslocamentos imprevisíveis da demanda por moeda.

O regime de metas para a inflação consiste em estabelecer um comprometimento por parte do Banco Central com a estabilidade de preços. As metas de inflação podem ser implícitas ou explícitas. A condução por meio de metas implícitas se dá sem que haja uma meta divulgada, porém, a política monetária é

³ M1 é gerado pelas instituições emissoras de haveres estritamente monetários, o M2 corresponde ao M1 e às demais emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias - as que realizam multiplicação de crédito. O M3, por sua vez, é composto pelo M2 e captações internas por intermédio dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O M4 engloba o M3 e os títulos públicos de alta liquidez. FONTE: <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/NM-MeiosPagAmplp.pdf>. BANCO CENTRAL DO BRASIL.

conduzida de forma coerente com a busca do controle da inflação. Nesse regime há um certo grau de discricionariedade já que a autoridade monetária pode agir conforme julgar mais adequado, nesse sentido há uma relação negativa com a credibilidade atribuída a política monetária (DEZORDI, 2004).

Já no regime de metas de inflação explícitas há alguns pontos básicos para o funcionamento do modelo, que são: divulgação ao público das metas de médio prazo para a inflação, o comprometimento do Banco Central com a estabilidade de preços como principal objetivo da política monetária, transparência por parte desse policy maker no que tange a comunicação sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões tomadas e a responsabilização da autoridade monetária para que se cumpra a meta pré estabelecida para a inflação (BRAGA; PEREIRA, 2014).

Dezordi (2004), indica que o regime de metas para inflação explícita tem um ganho em relação a credibilidade na condução da política monetária por limitar a discricionariedade do policymaker, dessa forma, teria maior impacto positivo no controle expectacional dos agentes.

2.1.3 METAS DE INFLAÇÃO

Um regime de metas de inflação pressupõe alguns pontos básicos: divulgação ao público das metas de médio prazo para a inflação, o comprometimento do Banco Central com a estabilidade de preços como principal objetivo da política monetária, transparência por parte desse policy maker no que tange a comunicação sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões tomadas e a responsabilidade por parte da autoridade monetária para o cumprimento das metas para a inflação.

Para a determinação de um regime de inflação alguns pontos principais devem ser estabelecidos, um deles é o índice de preços a ser utilizado. De acordo com Quevedo e Oreiro (2007), existe um consenso de que o índice escolhido deve respeitar alguns critérios, deve ser amplamente conhecido pelos agentes econômicos, a metodologia de cálculo deve ser entendida, facilitando o acompanhamento da inflação medida e da formação de expectativas para a inflação em períodos futuros.

Ainda conforme os autores o índice escolhido deve ser capaz de prover uma boa série histórica. O terceiro ponto a ser levado em consideração referente a escolha do índice é que é “aconselhável” que o mesmo seja focado no núcleo da inflação de

forma a evitar efeitos primários de possíveis choques. No caso brasileiro, o regime de metas utiliza um índice de preços cheio.

É necessário também a definição da meta, que pode ser pontual ou intervalar, as duas formas apresentam pontos positivos e negativos concomitantemente. Nesse quesito os fatores referentes a credibilidade e a flexibilidade da política econômica são postos em xeque já que se é adotado um valor numérico tem-se a ideia de que a credibilidade da política monetária é fortalecida, mas a flexibilidade da mesma é restringida. Cabe ressaltar que a adoção de um valor numérico aumenta as chances de a meta não conseguir ser alcançada, podendo gerar um efeito negativo sobre a credibilidade. Se se opta pela adoção de uma banda há um “ganho de flexibilidade” na política monetária, mas não necessariamente um incremento na credibilidade. Porém se a inflação se mantiver dentro da banda e a mesma apresentar um intervalo “adequado” (não for muito grande) a política tende a ganhar credibilidade.

Sendo assim, não parece plausível que países com altas taxas de inflação e recém implementando metas de inflação utilizem-se de uma meta numérica, dessa forma, parece mais conveniente que países emergentes e mais suscetíveis a choques adotem uma banda ao invés de um valor numérico. (Quevedo; Oreiro, 2007, p.15)

Um terceiro ponto a ser definido em um regime de metas para inflação é o horizonte para a meta de inflação, isso significa estipular o período de tempo para avaliação do cumprimento da meta. Esse fator é importante devido a existência de lags no efeito da política monetária sobre a inflação. Conforme Quevedo e Oreiro (2007) quanto menor o intervalo de tempo maior deve ser a perda em termos de produto de uma política monetária contracionista.

A escolha do horizonte de convergência da inflação para a meta é um determinante do grau de flexibilidade que a política monetária terá, quando o intervalo de tempo estabelecido é menor as reações exigidas por parte da autoridade monetária frente a possíveis choques na economia são mais “fortes”/rígidas; a adoção de um horizonte muito amplo em contrapartida implica perda de credibilidade da autoridade monetária. Como em Bernanke et al apud Quevedo e Oreiro (2007) a literatura que trata do assunto indica que há um limite para a fixação do horizonte de tempo que deve ser estabelecido para a convergência com a meta que deve ficar entre um e quatro anos.

Portanto, o horizonte de convergência deve ser fixado em um período suficientemente longo, que permita manter a flexibilidade da política monetária, mas evite que se perda a ancora representada pela meta de inflação⁶ (Quevedo; Oreiro, 2007, p.15)

A amplitude para a banda da taxa de inflação também é um quesito muito ligado à flexibilidade e à credibilidade atribuída ao regime de metas, quanto mais amplo for o intervalo maiores as chances de haver perda de credibilidade devido a possibilidade de maior discricionariedade; por outro lado com uma banda muito estreita a autoridade monetária perde flexibilidade na política, o que pode levar ao descumprimento da meta.

Em um país em que as metas de inflação foram recém implantadas tem-se, em princípio, um intervalo de aceitação maior. Com o passar do tempo esse intervalo vai se encurtando. Segundo Dezordi (2004) a amplitude da banda é por um lado um reflexo do peso que é dado para a relação flexibilidade-credibilidade e, por outro lado, do peso atribuído à relação de curto prazo entre produto e inflação.

Há também a discussão sobre qual o valor “ideal” para a meta de inflação de longo prazo. Nesse aspecto há autores que argumentam que o ideal seria a fixação de uma meta de inflação zero para o longo prazo, contudo, grande parte dos teóricos parece estar em consonância de que a estabilidade de preços faz parte de um conceito mais amplo do que a fixação de uma meta de inflação igual a zero conforme pontuam Quevedo e Oreiro (2007).

No Brasil as metas de inflação foram oficialmente implantadas em 22 de julho de 1999 pelo decreto número 3.088. O regime de metas de inflação passou a substituir o regime que era adotado até então, de câmbio fixo, em que o câmbio funcionava como uma ancora e a taxa de cambio era instrumento utilizado para busca da estabilidade de preços.⁷

Em 1999 as metas de inflação foram definidas para os próximos três anos subsequentes, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). As metas para 1999, 2000 e 2001 foram estipuladas respectivamente em 8%, 6% e 4% sendo adotada a

⁶ Quevedo R e Oreiro J. A Condução do Regime de Metas de Inflação no Brasil: Possíveis Fontes de Perda de Eficácia da Política Monetária (2007), pag15.

⁷ Fonte: Decreto n 3088, de 21 de junho de 1999. Disponível em < <https://www.bcb.gov.br/pre/leisedecretos/Port/Dec3088.pdf>>

metodologia de bandas e não pontual, o intervalo tolerado era de dois pontos para mais ou para menos. O índice de preços ao consumidor Amplo (IPCA) é o índice de preços oficial utilizado para medir a inflação acumulada, esse índice de preços foi considerado o adequado como referência já que engloba famílias com rendimentos que variam de um a quarenta salários mínimos sem distinção de fonte dos rendimentos e que residem em áreas urbanas.⁸

Conforme aponta Dezordi (2004) não são admitidos escapes da inflação além do que é o aceitável e já estipulado pela banda de dois pontos percentuais, caso existam escapes a política monetária acaba perdendo credibilidade. Se a meta não for atingida, é dever do presidente do Banco Central vir a público explicar os motivos que provavelmente fizeram com que a meta não tenha convergido para a inflação efetiva e estipular o que será feito pela autoridade monetária para que as metas estipuladas sejam retomadas.

3 O DEBATE SOBRE CREDIBILIDADE E REPUTAÇÃO

Kydland e Prescott (1977) dão início ao debate sobre credibilidade ao tratarem a respeito da inconsistência temporal da autoridade monetária. Os autores fazem sua análise observando as ações dos policy makers e entendem que quando essa autoridade monetária age de forma discricionária a política monetária tende a não ter credibilidade pois há uma inconsistência temporal nas atitudes do policy maker que geram incertezas quanto as políticas futuras.

We find that a discretionary policy for which policymakers select the best action, given the current situation, will not typically result in the social objective function being maximized. Rather, by relying on some policy rules, economic performance can be improved. In effect this is an argument for rules rather than discretion. (KYDLAND E PRESCOT, 1997)

⁸ O sistema abrange as regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba, além do Distrito Federal e do município de Goiânia.
FONTE: DEZORDI, 2004

Esses autores entendem que afim de resolver o problema da inconsistência temporal, para que a política atual fosse condizente com a política de equilíbrio futuro, deveriam ser estabelecidas regras, ou seja, para uma política monetária ser mais eficiente a autoridade monetária deveria definir regras e não agir de forma discricionária.

Nesse mesmo caminho, Barro & Gordon (1983) dão seguimento a análise de Kydland e Prescott e incluem nessa discussão a importância da reputação da autoridade monetária. Eles atribuem a inflação persistente a pouca reputação do governo/ autoridade monetária devido ao não cumprimento de acordos anteriores. Grosso modo, assumem que a reputação é algo construído e depende muito do histórico de assertividade e comprometimento das autoridades monetárias com os objetivos pré-determinados.

A partir da literatura desenvolvida por Barro e Gordon o fator do viés inflacionário da autoridade monetária foi colocada em questão. Para esses autores a autoridade monetária atuaria sob estímulos de inflacionar o sistema econômico. Esse viés inflacionário estaria relacionado a tendência que os governos apresentam em buscar altos níveis de emprego e produto com base em políticas monetárias expansionistas, dessa forma iria -se incorrer em ineficiência das políticas monetárias. Esses autores são de grande relevância por trazerem à luz a discussão sobre Banco Central independente e ao introduzirem a questão do viés inflacionário da autoridade monetária, cuja solução seria justamente a independência do BC.

Para Eiiiffinger e Haan (1996) a independência do Banco Central estaria associada a três direções. A independência pessoal que consistiria, grosso modo, na influência que o Governo teria na nomeação de cargos; independência financeira que diz respeito a autonomia que o Banco Central possui ao restringir o credito direto ou indireto ao Governo e a independência política que é relacionada a autonomia do Banco Central em poder formular e executar políticas monetárias.

Em Debelle e Fischer (1994) encontramos a explicação que os bancos centrais podem ser independentes de duas formas, uma forma é a independência da meta, assim, o banco central teria a liberdade de estipular o objetivo final. A outra forma é a independência de instrumentos, sendo que o objetivo já é definido e o Banco Central deve apenas atuar de forma que consiga alcançar este objetivo.

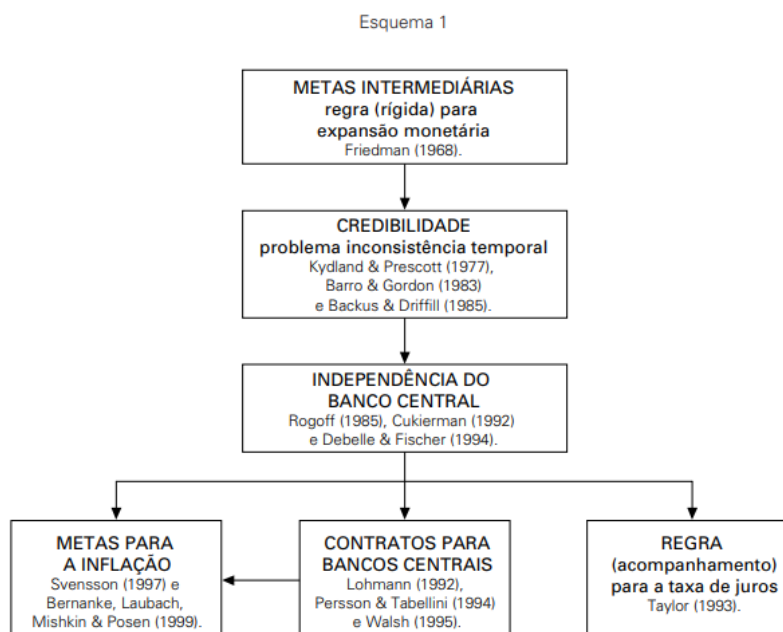
De acordo com Mendonça (2002), o modelo de terceira geração de independência do Banco Central tem como premissa que para ser considerado

independente o objetivo dessa instituição deve ser a busca pela estabilidade de preços. Acredita-se que os Bancos centrais independentes são mais confiáveis já que seriam menos tentados a atuar de forma inflacionista, estando mais alinhado com a busca da estabilidade de preços do que Bancos Centrais não independentes que ficam sujeitos a pressões políticas para adoção de medidas com viés inflacionário visando objetivos outros que não a estabilidade de preços. Há portanto um ganho de credibilidade quando um banco central é independente.

O ganho atribuído a credibilidade agregada ao Banco Central teria efeito positivo em termos sociais para o controle inflacionário. Os argumentos que sustentam a tese de independência do Banco Central são muito baseados no debate regra versus discricionariedade, quando uma autoridade monetária age de maneira discricionária, conforme ressaltava Mendonça (2002), é possível identificar a tendência a utilização de medidas monetárias para redução do desemprego, assim realizando uma pressão inflacionária.

Mendonça (2002), indica conforme ilustrado no esquema abaixo, o desenvolvimento dos conceitos que levaram ao mecanismo de metas para inflação. O autor indica na imagem que o debate iniciado por Friedman sobre as regras monetárias leva, passando pelos debates acerca da credibilidade e independência do Banco Central “justificam” as metas de inflação, nesse contexto a utilização de metas faz sentido para a condução da política monetária.

FIGURA 2: ESQUEMA METAS DE INFLAÇÃO



Fonte: Mendonça (2002)

Ainda na literatura que trata sobre a independência do Banco Central, podemos encontrar em Modenesi (2005) a definição de que um Banco Central independente é aquele que delega a condução da política monetária a um agente independente, que tem como objetivo final o controle da inflação e atua com comprometimento mantendo a reputação e a credibilidade da política monetária.

Em linhas gerais, a adoção de um Banco Central independente é associada com maior credibilidade das políticas adotadas por esse policymaker. Para Jungos (2010), a credibilidade pode ser entendida como a capacidade do policymaker em manter o comprometimento efetivo com os objetivos pré-estabelecidos por um plano econômico.

Em Mendonça (2004), podemos ver a complexidade ligada ao tema, o autor mensura a partir de dois índices internacionais a credibilidade do Bacen. Um dos índices calculados foi apresentado por Cecchetti e Krause em 2002 na XXVI Conferência Anual de Política Econômica do Federal Reserve e o segundo foi o desenvolvido por Sicsú (2002).

O primeiro índice considera a definição de credibilidade de Cukierman e Meltzer (1986) que diz que a credibilidade é a diferença entre o plano do policymaker (meta) e as expectativas dos agentes, sendo que pode variar entre zero e um. Um representa que a inflação efetiva ficou abaixo ou igual a meta e zero indica que a autoridade monetária não apresentou credibilidade se a inflação ficar 20% acima da meta.

O segundo índice, considera a definição de credibilidade de Sicsú (2002) de que maior será a credibilidade quanto mais próxima for a expectativa de inflação de um período da meta de inflação desse mesmo período.

A análise dos dois índices feita pelo autor trazem resultados bem diferentes, enquanto o primeiro indicou uma credibilidade elevada o segundo aponta para um cenário de baixa credibilidade.

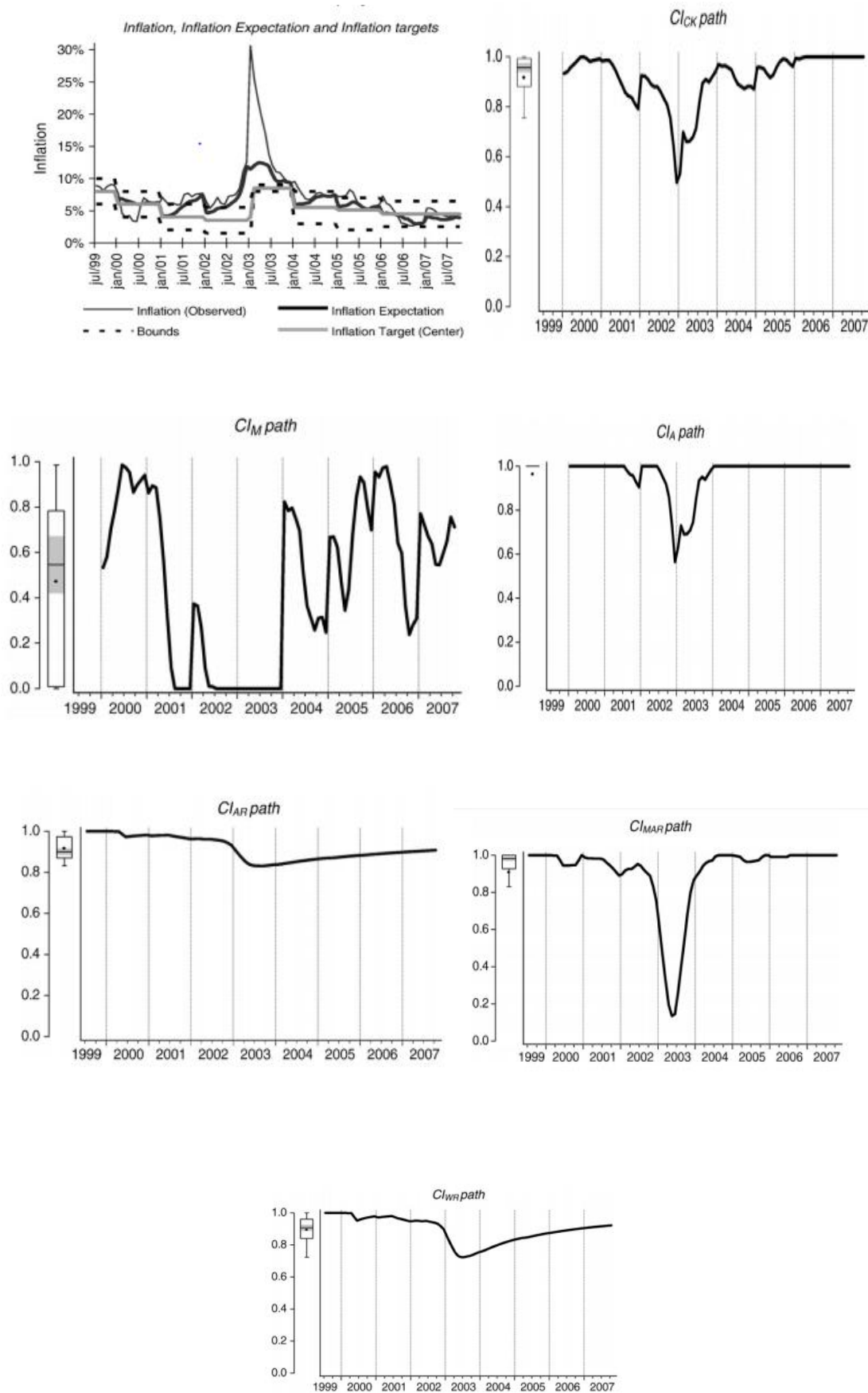
Conforme o autor explica, a diferença se deve principalmente a metodologia adotada para o desenvolvimento de cada índice. Enquanto o primeiro é mais flexível permitindo que para ocorrer perda total da credibilidade a inflação ultrapasse 20% da meta o segundo se mostra mais rigoroso permitindo uma flutuação de apenas 2%.

Mendonça (2004) conclui, com base nos resultados que a adoção de uma meta sem intervalo de confiança para a mesma é prejudicial, mesmo que o objetivo principal seja mostrar maior comprometimento do BC com uma meta mais rígida. Conforme o autor, o ganho de credibilidade se dá a partir de uma meta crível.

Conforme Mendonça (2007), a credibilidade é associada a capacidade da autoridade monetária em guiar as expectativas dos agentes, dessa forma, se há credibilidade o Banco Central terá capacidade de guiar as expectativas de inflação para as metas estabelecidas, caso contrário, os agentes econômicos não acreditam que o Banco Central terá competência para cumprir a meta. O autor enfatiza que é importante que a meta seja crível e que o Banco Central estabeleça um intervalo de confiança aceitável para a meta central.

Mendonça (2009), através do cálculo de índices de credibilidade e reputação encontra que “A last important point is that the empirical evidence confirms the hypothesis that a higher credibility implies lower variations in the interest rate for controlling inflation in Brazil.” Mendonça (2009). O autor mostra, conforme as figuras abaixo a relação entre a inflação e os índices de credibilidade mensurados, fica visível a queda da credibilidade quando há um aumento da inflação em 2002.

FIGURA 3: COMPARAÇÃO ÍNDICES DE CREDIBILIDADE



FONTE: Mendonça (2009).

Dadas as variações e peculiaridades de cada índice, devido a metodologia adotada por cada um, é possível observar que o período de menor credibilidade foi o período de maior inflação na amostra observada. O resultado empírico demonstra conformidade com o que é esperado dentro da literatura. É interessante notar que a expectativa de inflação do período também foi mais elevada que a dos outros anos, entretanto, foi mais baixa que a inflação efetiva.

No trabalho de Mendonça (2009) o autor encontra evidências, a partir de estimação dos modelos de GMM e VAR⁹, que no período de 2000 a 2006 a partir da adoção do regime de metas de inflação a credibilidade teve grande importância no processo de desinflação da economia brasileira. Há a sugestão de que a adoção do regime de metas de inflação contribuiu para a condução de política monetária por possibilitar a redução da inflação com menos sacrifício social.

Mendonça e Souza (2012) concluem que o regime de metas de inflação é benéfico para países em desenvolvimento bem como para os países já desenvolvidos e que quando a meta de inflação é crível e a autoridade monetária demonstra comprometimento em perseguir sua meta há um aumento da capacidade dessa autoridade em afetar as expectativas do público, sendo assim necessário menos esforço (em termos de custos sociais) para atingir a meta.

Montes e Bastos (2014) concluem, a partir de um modelo empírico, que o regime de metas de inflação é importante para a redução do viés na política monetária e do esforço que a autoridade monetária tem que realizar para controle da inflação. Nesse trabalho os autores analisam um período de tempo que vai de dezembro de 2001 a outubro de 2011 e encontram que a reputação da autoridade monetária é importante para aumentar a credibilidade e que incrementos nessa credibilidade são responsáveis por reduzir o esforço necessário por parte da autoridade monetária no que se refere a condução de políticas.

Entrando na discussão sobre a reputação da autoridade monetária, Montes e Bastos (2014) apresentam evidências de que a reputação do Banco Central é relevante na formação da credibilidade conferida a essa instituição e que a credibilidade agregada a essa autoridade monetária faz com que haja um menor sacrifício social para a manutenção dos objetivos do policymaker.

⁹ Método dos Momentos Generalizados e Vetores Auto Regressivos

Montes e Curi (2016) buscam apresentar um modelo teórico que serve como sustentação para os testes empíricos realizados pelos autores. O modelo teórico tem por objetivo mostrar que a autoridade monetária está comprometida com o objetivo da estabilidade de preços e obtém um ganho de credibilidade com isso, dessa maneira evidências empíricas indicam que a inflação e a taxa de juros de curto prazo estariam em melhores condições, conforme os autores, o ganho de credibilidade é responsável por reduzir a inflação e a volatilidade na taxa básica de juros. Dessa maneira, a credibilidade atua como um mecanismo capaz de reduzir os esforços da autoridade monetária na condução da política monetária e os custos sociais provenientes dessas políticas.

A credibilidade estaria relacionada a capacidade de o Banco Central em guiar a expectativas dos agentes como um mecanismo para controlar a inflação. Conforme Gonçalves e Salles (2008) *apud* Montes e Curi (2016), a escolha do regime de metas de inflação é benéfico para países emergentes.

The gain in credibility is a powerful instrument for reducing inflation without increasing social costs. This is because expectations are more strongly anchored to the inflation target and thus less effort is required by the Central Bank in terms of changes in interest rate. (MONTES E CURI 2016, pg. 21)

Segundo Montes e Curi (2016), há evidências empíricas na literatura que sugerem que o regime de metas de inflação contribuiu para a redução da incerteza e foi capaz de melhorar as condições macroeconômicas do país.

O trabalho de Montes e Curi (2016) testa a hipótese de que a credibilidade desempenha um papel fundamental na economia. A análise empírica encontra que ganhos de credibilidade reduzem o viés inflacionário e também os esforços da autoridade monetária na condução de políticas e implica também em uma redução da volatilidade da taxa de juros. Grosso modo, a principal conclusão do trabalho é que Bancos Centrais que atuam de maneira comprometida em um regime de metas de inflação consegue conduzir a política monetária com menos esforço uma vez que as incertezas nesse campo da econômica são reduzidas.

O tema referente a credibilidade é amplo e como foi observado há diversos trabalhos que tentam quantificar a credibilidade por meio da mensuração de índices, cada índice desenvolvido apresenta sua peculiaridade em termos operacionais para mensuração, todavia, os resultados mostram que quanto maior é a credibilidade

medida menor tende a ser a inflação observada e o custo social para controle inflacionário é reduzido.

Dessa forma, a credibilidade da política monetária representa importante fator na condução das políticas para que um país consiga manter estabilidade no nível de preços com menor impacto no aumento do desemprego, que é um fator extremamente relevante para o bem-estar da sociedade e o desenvolvimento dos países.

4 ANÁLISE DAS EXPECTATIVAS INFLACIONÁRIAS NO BRASIL E INTERPRETAÇÃO TEÓRICA DA CREDIBILIDADE DA AUTORIDADE MONETÁRIA

Conforme extraído da discussão apresentada na seção anterior, a autoridade monetária apresenta credibilidade quando consegue balizar as expectativas dos agentes econômicos. O modelo é pautado na transparência e comprometimento do Banco Central em seguir as metas pré-determinadas para a inflação anual. Com base no conceito teórico de credibilidade essa seção busca avaliar o comportamento das séries de inflação, expectativas e taxas de juros no Brasil para entender se a política monetária apresentou credibilidade ao longo dos anos. Trata-se de um exercício limitado, de caráter apreciativo e que toma como base alguns elementos da discussão. O tratamento do tema implica em conhecimentos em econometria que extrapolam os conhecimentos da autora.

A série das médias das expectativas foi obtida através das observações divulgadas nos relatórios Focus¹⁰. A tabela 1 mostra o comparativo entre essas médias, a inflação efetiva, centro da meta e as bandas inferior e superior e a taxa de juros para os anos de 2001 a 2017.

TABELA1: COMPARATIVO INFLAÇÃO x EXPECTATIVAS x JUROS

| Ano | Banda Inferior | Meta | Banda Superior | Média expectativa de inflação | Inflação Efetiva | Selic |
|------|----------------|------|----------------|-------------------------------|------------------|-------|
| 2001 | 2 | 4 | 6 | 5.59 | 7.67 | 19 |
| 2002 | 1.5 | 3.5 | 5.5 | 6.52 | 12.53 | 25 |
| 2003 | 2 | 4 | 6 | 7.92 | 9.3 | 16.5 |
| 2004 | 3.5 | 5.5 | 7.5 | 6 | 7.6 | 17.25 |
| 2005 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 5.14 | 5.69 | 18 |
| 2006 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 4.29 | 3.14 | 13.25 |
| 2007 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 3.76 | 4.46 | 11.25 |
| 2008 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 4.88 | 5.9 | 13.75 |
| 2009 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 4.28 | 4.31 | 8.75 |
| 2010 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 4.88 | 5.91 | 10.75 |
| 2011 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 5.42 | 6.5 | 11 |
| 2012 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 5.46 | 5.84 | 7.25 |
| 2013 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 5.81 | 5.91 | 10 |
| 2014 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 6.17 | 6.41 | 11.75 |
| 2015 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 6.26 | 10.67 | 14.25 |
| 2016 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 5.8 | 6.29 | 13.75 |
| 2017 | 2.5 | 4.5 | 6.5 | 4.47 | 2.21 | 7 |

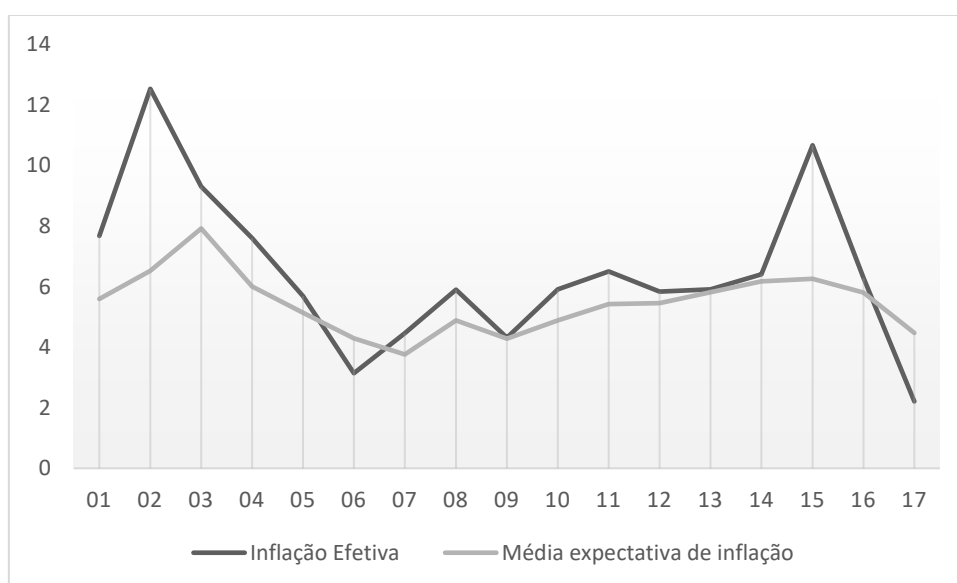
FONTE: Elaboração Própria com base nos relatórios do Banco Central

¹⁰ Relatório de Expectativas de Mercado sobre as variáveis macroeconomicas

Nos anos em questão as expectativas inflacionárias ficaram abaixo da inflação efetiva, com exceção dos anos em que a inflação teve picos. Com base na teoria discutida sobre credibilidade, quanto mais próxima a expectativa de inflação fica da inflação efetiva maior a credibilidade da autoridade monetária no período. Com base nessa abordagem, os anos em que a política monetária foi mais efetiva no controle inflacionário, via expectativas, foram os anos de 2007, 2009, 2013 e 2016, já que apresentaram uma variação de menos de 1 ponto em relação a inflação acumulada no final do ano. Esses, de acordo com a teoria, seriam os anos em que a política monetária do Brasil teve maior credibilidade.

Os anos de maior distanciamento das médias expectacionais em relação a inflação observada foram os de 2002 e 2015. Nesses anos a inflação efetiva ficou bem superior ao teto da banda e as médias das expectativas médias formadas ao longo do ano ficaram entre 6,01 e 4,41 pontos abaixo da inflação do final do período, respectivamente. Esses anos seriam os de menor credibilidade da política monetária dado o maior distanciamento entre inflação e expectativas.

GRAFICO 1: COMPARAÇÃO EXPECTATIVAS x INFLAÇÃO



FONTE: Elaboração Própria com base nos dados do Banco Central.

É interessante notar que os anos de menor credibilidade foram anos de tensão e incerteza política. Em 2002 com a eleição do presidente Lula havia uma insegurança do mercado em relação a postura que seria adotada dali em diante, em relação a estabilidade macro em detrimento a políticas sociais. O ano de 2015, vai na mesma direção de instabilidade devido aos debates ocorridos ao longo do ano sobre o Impeachment da presidente Dilma, ao longo dos anos a tensão oposição versus governo foi se intensificando culminando na retirada da presidente eleita do poder. A instabilidade foi peça chave para a perda de credibilidade nesses dois períodos.

Levando em consideração os índices de credibilidade mencionados no trabalho, a credibilidade será maior quanto menor for a diferença entre as expectativas e a inflação efetiva do período. Nessa situação, os agentes sinalizam que a meta é crível. Se as expectativas diferem muito da meta a credibilidade decresce sendo menor quanto maior for esse distanciamento. Com bases nessas considerações é elaborada a tabela 2.

TABELA 2: RANKING DE CREDIBILIDADE POR ANO

| Ano | Média expectativa de inflação | Meta | Dif Média Expect e Meta de Inflação | Ranking de Credibilidade |
|------|-------------------------------|------|-------------------------------------|--------------------------|
| 2001 | 5.59 | 4 | 1.59 | 13 |
| 2002 | 6.52 | 3.5 | 3.02 | 16 |
| 2003 | 7.92 | 4 | 3.92 | 17 |
| 2004 | 6 | 5.5 | 0.5 | 6 |
| 2005 | 5.14 | 4.5 | 0.64 | 7 |
| 2006 | 4.29 | 4.5 | 0.21 | 2 |
| 2007 | 3.76 | 4.5 | 0.74 | 8 |
| 2008 | 4.88 | 4.5 | 0.38 | 4 |
| 2009 | 4.28 | 4.5 | 0.22 | 3 |
| 2010 | 4.88 | 4.5 | 0.38 | 5 |
| 2011 | 5.42 | 4.5 | 0.92 | 9 |
| 2012 | 5.46 | 4.5 | 0.96 | 10 |
| 2013 | 5.81 | 4.5 | 1.31 | 12 |
| 2014 | 6.17 | 4.5 | 1.67 | 14 |
| 2015 | 6.26 | 4.5 | 1.76 | 15 |
| 2016 | 5.8 | 4.5 | 1.3 | 11 |
| 2017 | 4.47 | 4.5 | 0.03 | 1 |

FONTE: Elaboração Própria com base nos relatórios do Banco Central

A diferença em módulo entre as expectativas e as metas foram utilizadas para a elaboração do ranking de credibilidade ao longo dos anos, ou seja, indicar o ano em que houve menor diferença entre a formação de expectativas dos agentes e o centro da meta de inflação.

Com base nessa análise, o ano em que as expectativas mais se aproximaram do centro da meta foi em 2017, seria, portanto, o ano em que houve a maior

credibilidade da autoridade monetária, seguido de 2006 e 2009. Já os anos de menor credibilidade são aqueles em que as expectativas mais se afastaram da meta.

TABELA 3: RANKING DE CREDIBILIDADE E INFLAÇÃO

| Ano | Inflação Efetiva | Ranking Menor Inflação | Ranking de Credibilidade |
|------|------------------|------------------------|--------------------------|
| 2001 | 7.67 | 14 | 13 |
| 2002 | 12.53 | 17 | 16 |
| 2003 | 9.3 | 15 | 17 |
| 2004 | 7.6 | 13 | 6 |
| 2005 | 5.69 | 5 | 7 |
| 2006 | 3.14 | 2 | 2 |
| 2007 | 4.46 | 4 | 8 |
| 2008 | 5.9 | 7 | 4 |
| 2009 | 4.31 | 3 | 3 |
| 2010 | 5.91 | 8 | 5 |
| 2011 | 6.5 | 12 | 9 |
| 2012 | 5.84 | 6 | 10 |
| 2013 | 5.91 | 9 | 12 |
| 2014 | 6.41 | 11 | 14 |
| 2015 | 10.67 | 16 | 15 |
| 2016 | 6.29 | 10 | 11 |
| 2017 | 2.21 | 1 | 1 |

FONTE: Elaboração Própria com base nos relatórios do Banco Central.

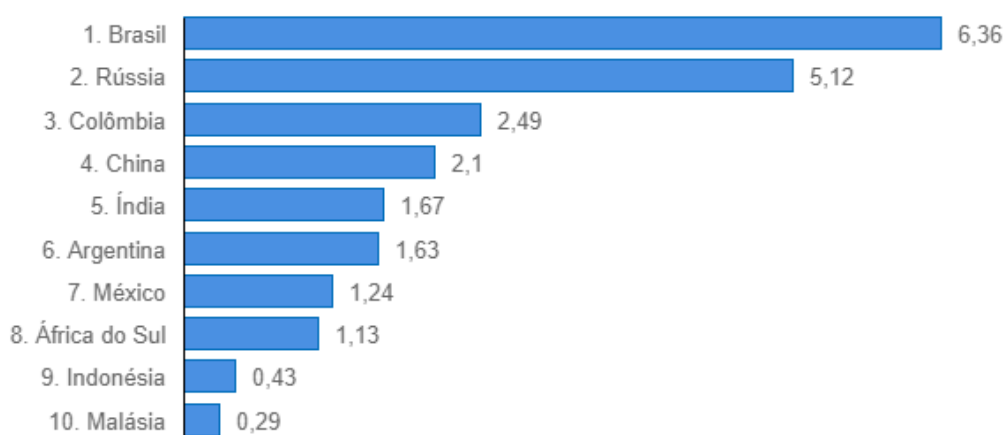
É interessante notar que os três anos que apresentam maior credibilidade de acordo com a proximidade entre as médias expectativas para a meta de inflação são também os anos em que as inflações efetivas foram as menores e os anos que apresentam a menor credibilidade devido ao maior distanciamento das expectativas para a meta são os de maior inflação observada, corroborando para a argumentação de que a credibilidade da política monetária é importante para o controle efetivo da inflação uma vez que os agentes confiam que o resultado será atingido.

Nos anos de 2001, 2002 e 2003 as metas de inflação não foram alcançadas, a inflação desses períodos extrapolou o teto da meta. Para Curado e Oreiro (2005), as metas declinantes estabelecidas se mostraram incompatíveis com a realidade da economia brasileira. “Chama atenção o fato de que o não-cumprimento das metas em três anos seguidos não afetou a credibilidade do sistema na condução da política monetária, nem promoveu o descontrole do processo inflacionário, demonstrando que a fixação de metas de inflação tão baixas e declinantes foi, na melhor das hipóteses, um equívoco do CMN”.

Esses autores chamam a atenção para a manutenção de taxas de juros elevadas e pontuam que as elevadas taxas de juros contrariam os resultados

esperados com base na teoria, já que o regime monetário de metas para inflação deveriam causar ao longo do tempo uma redução das taxas de juros, sendo que este é um dos principais resultados apontados pela teoria para um regime de metas combinado com um câmbio flutuante. Em contrapartida, o Brasil se manteve com uma das taxas de juros mais elevadas do mundo.

GRAFICO 2: RANKING DAS MAIORES TAXAS REAIS DE JUROS DO



FONTE: O globo economia. São Paulo, abril de 2017.¹¹

Arestis, de Paula e Ferrari – Filho (2005) sinalizam que o caso brasileiro é peculiar em comparação com outros países que também utilizam o mecanismo de metas para inflação, eles entendem que a autoridade monetária brasileira adere religiosamente aos princípios teóricos da estrutura do regime de metas de inflação, mas ainda assim o país observa níveis de inflação relativamente elevados.

O interessante é que, a despeito de o Brasil, ao longo desse período, ter tido uma das maiores taxas de juros do mundo, a inflação média ainda é elevada. Nesse sentido, o BCB tem mantido as taxas de juros elevadas para que a inflação convirja para o centro da meta preestabelecida. Por sua vez, elevadas taxas de juros têm contribuído para o baixo crescimento econômico e para a deterioração de outras variáveis macroeconômicas, tais como a dívida pública. (ARESTIS; FERRARI FILHO, 2005).

¹¹ “Brasil tem a mais alta taxa de juros entre 40 países”

Em contra partida, Curado e Curado (2014) analisam as preferencias do Banco Central Brasileiro e indicam certo grau de flexibilidade em relação a um regime de metas de inflação estrito. Os autores analisam que questões relacionadas a atividade economica apresentam influencia nas decisões da autoridade monetária. A estabilização do produto apresenta maior peso sobre as decisões do Bacen do que a estabilização da inflação indicando um comportamento contrario ao que é esperado para um regime de metas para inflação estrito.

O modelo estimado por Curado e Curado (2014) indica que o Banco Central estaria perseguindo uma meta de inflação superior a meta oficial, segundo esses autores a autoridade monetária Brasileira demonstra um comportamento mais agressivo quando se considera uma meta d einflação 1 ponto acima da meta oficial que é divulgada.

No caso brasileiro, a correlação encontrada entre as expectativas de inflação e a inflação efetiva do final do ano são positivas, indo ao encontro do que é esperado com base na teoria que aborda a credibilidade, de que ganhos de credibilidade permitem o controle inflacionário via controle das expectativas. Na tabela 4 são indicadas as correlações entre as expectativas formadas em janeiro e a inflação observada no final do ano, as expectativas formadas em dezembro e a inflação do final do ano e as médias das expectativas e a inflação final.

A expectativas médias apresentam uma correlação positiva de 0,76 com a inflação observada. A correlação indica como as variáveis se relacionam, nesse cenário as expectativas de inflação se relacionam positivamente com a inflação observada, podendo ser esperado um aumento da inflação quando há um crescimento das expectativas inflacionárias.

TABELA 4: CORRELAÇÃO

| Corelação (jan) | Correlação (dez) | Correlação (média) |
|------------------------|-------------------------|---------------------------|
| 0.3890203 | 0.8491879 | 0.7687482 |

FONTE: Elaboração própria.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Tomando por base o entendimento de que a credibilidade é medida, grosso modo, pelo quanto a autoridade monetária é capaz de guiar as expectativas dos agentes, percebemos que ao longo dos anos as expectativas inflacionárias se mantiveram relativamente estáveis, em grande parte dos anos ficou acima do teto da meta, mas respeitando o limite superior. Esse cenário indica êxito da autoridade monetária no controle das expectativas.

Na maioria das observações a inflação efetiva ficou dentro do intervalo de confiança estabelecido para a inflação. Esse pode ser considerado outro indicio de que a autoridade monetária teve credibilidade já que as expectativas de inflação têm impacto positivo na inflação efetiva. Os anos em que as expectativas de inflação foram mais elevadas e a inflação efetiva também foram anos de grande instabilidade política.

Entretanto, um fator muito debatido e controverso nesse cenário de conquista de credibilidade da autoridade monetária é a manutenção de taxas de juros elevadas, para autores como Arestis, de Paula e Ferrari – Filho (2005), os juros foram demasiado altos mesmo em momentos de relativa estabilidade onde se espera redução gradativa das taxas de juros. Para eles as taxas de juros no Brasil declinaram de maneira lenta, indicando uma autoridade monetária conservadora que segue a risca os preceitos do regime de metas inflacionárias.

Contudo, como indicam Curado e Curado (2014) no período do ultimo trimestre de 2011 e primeiro trimestre de 2013 ocorreram reduções dos juros com intuito de incentivar a atividade econômica mesmo as expectativas inflacionárias de mostrando acima do centro da meta, o que segundo os autores não condiz com o comportamento de uma autoridade que atua em um regime de metas de inflação estrito.

Ao longo dos anos, momentos de maior incerteza política foram os mais críticos em termos de aumento inflacionário e expectacional, mas no geral as taxas de inflação ficaram dentro dos limites estabelecidos pelo CMN.¹²

Dessa forma, é possível dizer que o Banco Central conseguiu exercer certo controle expectacional mantendo sua credibilidade ao longo do tempo, embora existam trabalhos como o de Curado e Curado (2014) que questionem as motivações na condução da política monetária.

¹² Conselho Monetário Nacional.

Conforme foi observado na sessão anterior os momentos em que, de acordo com a teoria, a política monetária apresentou maior credibilidade a inflação se mostrou mais baixa também, indicando que os resultados esperados de uma política monetária crível são positivos em termos de inflação, devido a correlção positiva entre as expectativas inflacionárias e a inflação efetiva. Além disso, percebemos que cenários políticos conturbados causam uma perda de credibilidade e aumento inflacionário.

É notória a fragilidade e subjetividade do tema credibilidade e evidente que há uma controvérsia nas interpretações, mas que para a consolidação de um policy maker forte a reputação e estabelecimento de metas críveis é essencial.

6 REFERÊNCIAS

- ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI-FILHO, Fernando. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, abr, 2009.
- BRAGA, Bernardo Piccoli Medeiros; PEREIRA, Joaquim Israel Ribas. Sistema de Metas de Inflação no Brasil: Uma Análise da Estrutura. *Revista Economia & Tecnologia (RET)* Volume 10, Número 1, p. 09-30, Jan/Mar, 2014.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.; WERLANG, S. R. Implementing inflation targeting in Brazil. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000.
- CURADO, Marcelo; OREIRO, José. Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro. *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 127-146, set, 2005.
- CURADO, Thiago; CURADO, Marcelo. Identificado as Preferências do Banco Central do Brasil (2002 – 2013). *Estud. Econ.*, São Paulo, vol. 44, n.3, p. 445-467, jul.-set, 2014.
- DEBELLE, Guy; FISCHER, Stanley. How Independent Should a Central Bank be?. *Conference Series*, vol. 38, 195 – 225, 1994.
- DEZORDI, Lucas Lautert. A Condução da Política Monetária Brasileira no Regime de Metas de Inflação Uma Abordagem Teórica. Curitiba, 2004.
- EIJFFINGER, Sylvester C. W.; HANN, Jakob de. The Political Economy of Central Bank Independence. *Special Papers in International Economics*, N 19, May, 1996.
- FRIEDMAN, Milton. *The American Economic Review*, 1968.
- FROYEN, Richard T. *Macroeconomia*, 2013.
- KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, 1977.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. *Revista de Economia Política*, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro, 2002.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de. Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 24, nº 3 (95), julho-setembro, 2004.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de; SANTOS, Marco Antonio Loureiro dos. Credibilidade da Política Monetária e a Previsão do Trade -off entre Inflação e Desemprego: Uma aplicação para o Brasil, 2006.

MENDONÇA, Helder Ferreira de; SOUZA, Gustavo José de Guimarães e. Credibilidade do Regime de Metas para Inflação no Brasil, 2007.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. *Revista de Economia Política*, vol. 27, nº 3 (107), pp. 431-451, julho-setembro, 2007.

MISHKIN, Frederic S. *Internacional Experiences with Different Monetary Policy Regimes*, 1999.

MONTES, Gabriel Caldas; FEIJÓ, Carmem Aparecida. Reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e o estado de expectativa. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 16, n. 2 (30), p. 151-170, ago, 2007.

MONTES, Gabriel Caldas; ASSUMPÇÃO, Antonio Carlos de Jesus. Uma Nota Sobre o Papel da Credibilidade da Política Monetária e Fiscal: Evidências para o Brasil, 2014.

MONTES, Gabriel Caldas; MACHADO, Caroline Cabral. Efeitos da Credibilidade e da Reputação sobre a Taxa Selic e a Transmissão da Política Monetária para o Investimento Agregado pelo Canal dos Preços dos Ativos. *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico ppe*, v. 44, n. 2, 2014.

MONTES, Gabriel Caldas; CURI, Alexandre. The Importance of Credibility for the conduct of Monetary Policy and Inflation Control: Theoretical Model and Empirical Analysis for Brazil under Inflation Targetin, 2016.

O GLOBO (2017). Disponível em: < <https://oglobo.globo.com/economia/brasil-tem-mais-alta-taxa-de-juro-entre-40-paises-21200968>> Acesso em: 21/11/2018.

SICSÚ, João. Expectativas Inflacionárias e Índices de Credibilidade nas Metas de Inflação: Quando o Formalismo Esconde Fraquezas e Erros, 2002.

